

Artur Paździor

Politechnika Lubelska

WPLYW CZYNNIKÓW NIEMATERIALNYCH NA WARTOŚĆ RYNKOWĄ PRZEDSIĘBIORSTW

1. Wstęp

Nadrzędnym celem przedsiębiorstw, bez względu na wielkość, powinna być maksymalizacja wartości w długim okresie. Nie zawsze jednak zarządzający przywiązują należyłą wagę do strategii efektywnej realizacji tego zadania. Nierzadko mikro- i mali przedsiębiorcy skupiają się na osiąganiu celów doraźnych, jak na przykład maksymalizacja zysków czy zwiększanie sprzedaży. Taka postawa może wynikać z nieświadomości istotności realizacji strategii maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa czy też po prostu z czystej chęci szybkiego wzbogacenia się. Wydaje się, że menedżerowie dużych przedsiębiorstw, mając wiedzę chociażby na temat systemu VBM (*Value Based Management*), starają się przypisywać większe znaczenie wzrostowi oraz kreacji wartości.

Wartość przedsiębiorstwa rozumiana jest na wiele sposobów [Panfil, Szablewski, 2006, s. 29]. Spośród wielu koncepcji wartości ze względu na łatwość kalkulacji oraz powszechność stosowania dwie wysuwają się na plan pierwszy: wartość księgową i wartość rynkową. Wartość księgową, będącą różnicą pomiędzy wartością aktywów oraz wartością zadłużenia podmiotu, cechuje się niezwykle prostotą kalkulacji. Opieranie się jednak wyłącznie na tej koncepcji pociąga ze sobą szereg negatywnych konsekwencji z powodu wad, wśród których najczęściej wymieniane to [Malinowska, 2001, s. 51]:

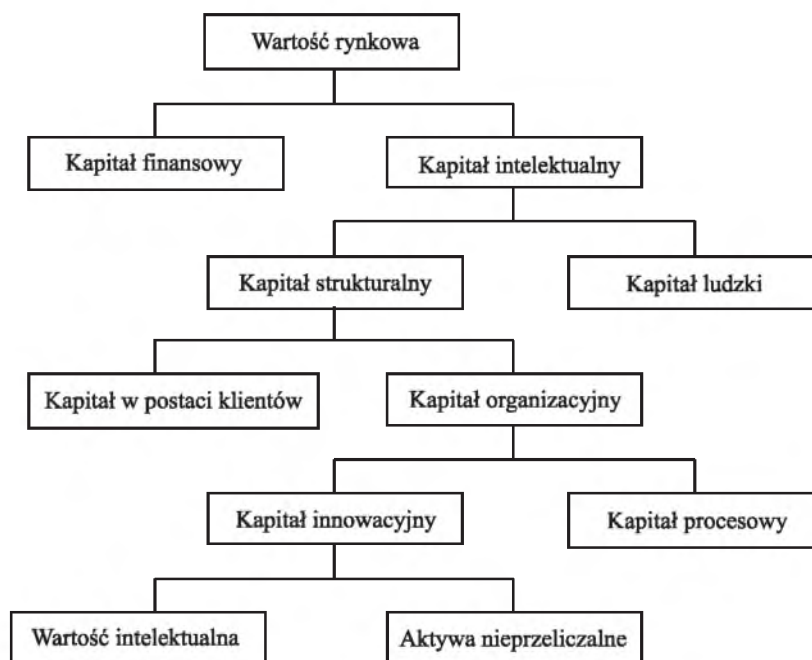
- historyczny charakter cen,
- różnice pomiędzy zużyciem ewidencyjnym a zużyciem faktycznym.

Wartość rynkowa niweluje większość wad koncepcji wartości księgowej. Wartość rynkową można zdefiniować jako cenę wymienną aktywu będącego przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku [Panfil, Szablewski, 2006, s. 29]. W przypadku spółek publicznych koncepcja ta często utożsamiana jest z wartością kapitalizacji rynkowej będącej iloczynem aktualnej ceny rynkowej akcji oraz liczby wyemitowanych akcji zwykłych.

2. Wartość księgowa a wartość rynkowa

Różnice pomiędzy wartością księgową a wartością rynkową są okazją do polemik na temat czynników na nią wpływających. Wartość rynkową niższą od wartości księgowej interpretuje się jako niedowartościowanie spółki przez „rynek”. Sytuacja, w której wartość rynkowa znacznie przewyższa wartość księgową kapitału własnego, jest widoczna w przedsiębiorstwach cechujących się dużym potencjałem wzrostu wyników finansowych w przyszłości. W przypadku bardzo wysokich rozbieżności można mówić nawet o przewartościowaniu akcji podmiotu.

Rozbieżności pomiędzy wartością księgową a wartością rynkową są zmienne w czasie i często uzależnione od bieżącej tendencji panującej na rynku akcji. Podczas bessy wskaźnik cena/wartość księgowa (P/BV – *Price/Book Value*) obrazujący wymierną różnicę pomiędzy wartością rynkową a wartością księgową jest zazwyczaj na niskim poziomie, natomiast podczas hossy wskaźnik ten przyjmuje często nienaturalnie wysokie wartości. Rozbieżności te są okazją do wielu polemik, których celem jest kreślenie determinantów różnic pomiędzy wartością księgową i rynkową. W literaturze można znaleźć opinie, że rozbieżności te są spowodowane, poza próbą zdyskontowania przyszłych zysków, czynnikami niematerialnymi,



Rys. 1. Elementy kapitału intelektualnego w schemacie wartości firmy Skandia

Źródło: L. Edvinsson, *Developing Intellectual Capital at Skandia*, „Long Range Planning” 1997 no. 3.

wśród których najczęściej wymienia się wpływ kapitału intelektualnego. Wyznacznikiem wartości rynkowej przedsiębiorstwa są zatem kapitał finansowy oraz kapitał intelektualny (por. rys. 1).

Zdaniem M. Bratnickiego i J. Strużyny, na całkowitą wartość przedsiębiorstwa składa się kapitał materialny i kapitał intelektualny (por. rys. 2).



Rys. 2. Drzewo wartości przedsiębiorstwa

Źródło: M. Bratnicki, J. Strużyna (red.), *Przedsiębiorczość i kapitał intelektualny*, AE, Katowice 2001, s. 70.

Istotnym czynnikiem determinującym wartość przedsiębiorstwa, poza kapitałem ludzkim oraz relacjami z kontrahentami, jest znak firmowy (marka). „Marka jest jednym z najistotniejszych elementów wartości przedsiębiorstwa; nie rejestrowana w bilansie – tworzy wartość firmy” [Marcinkowska, 2000, s. 136]. Markę można zdefiniować jako nazwę, która wyróżnia produkt lub producenta spośród konkurencji. Spośród wielu rodzajów marek najczęściej spotykane to [Marcinkowska, 2000, s. 137]:

- znaki towarowe stosowane w celu identyfikacji produktu; są często tożsame z nazwami przedsiębiorstw (np. Cocal-Cola, IBM);
- nazwy handlowe (firmy) będące nazwami przedsiębiorstw, związków lub innych organizacji, stosowane w celu identyfikacji na rynku (np. Greenpeace, Shell);
- znaki certyfikatu identyfikujące produkty posiadające charakterystyczną cechę (np. ISO);
- marki kolektywne (grupowe) informujące o dostarczeniu produktu lub usługi przez członka konkretnej grupy, mające często charakter rekomendacji (np. produkt polecany przez Centrum Zdrowia Dziecka);

- wzornictwo określające kompleksowy *image* produktu: kolor, kształt, wielkość, materiał, wystrój wnętrz itp. (np. sieci francuskie).

W przypadku najbardziej znanych korporacji wartość znaku firmowego jest zbliżona do wartości księgowej przedsiębiorstwa, a niekiedy nawet ją przewyższa. Od wielu lat za najcenniejsze marki świata uważane są m.in.: Coca-Cola, Nokia, Marlboro, Microsoft, IBM, Mercedes-Benz, których wartość często stanowi większą część wartości kapitalizacji rynkowej.

Zdaniem wielu teoretyków i praktyków zarządzania, marka jest najważniejszym aktywem przedsiębiorstwa. „Pomimo tego, że jest ona niematerialna, a jej wartość trudna do oszacowania, stanowi źródło wartości firmy i jej sukcesu rynkowego” [Herman, Szablewski, 1999, s. 292].

O tym, jaki wpływ na wartość rynkową mają czynniki niematerialne, świadczy chociażby zestawienie wskaźników P/BV (cena/wartość księgowa) największych spółek świata (por. tab. 1).

Tabela 1. Wskaźniki cena/wartość księgowa największych spółek świata

Spółka	P/BV
General Electric	7,9
Microsoft	20,8
Shell Group	3,3
Coca-Cola	26,5
Exxon	4,0
Merck	11,1
Pfizer	16,6
Nippon Telegraph&Telephone	4,0
Wal-Mart Stores	6,7
Intel	6,0

Źródło: M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 17

Opierając się na danych zaprezentowanych w tab. 1, można stwierdzić, że wartość rynkowa największych korporacji znacznie przewyższa ich wartość księgową. W związku z tym inwestorzy, kupując akcje tych spółek, w niewielkim stopniu kierują się bieżącymi wynikami finansowymi, a ich decyzje w znacznej mierze oparte są na przekonaniach odnośnie do perspektyw rozwoju.

Rozbieżności między wartością księgową oraz wartością rynkową spółek zdają się potwierdzać rolę czynników niematerialnych w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa. Ich unikatowość polega na tym, że w przeciwieństwie do czynników materialnych [Mikuła, Pietruszka-Ortyl, Potocki, 2002, s. 38]:

- są niewidoczne (niewykazywane przez księgowość),
- są wykorzystywane przez jedną grupę,
- nie wyczerpują się,

- nie można ich w całości kupić ani skopiować,
- zanikają, jeśli się ich nie używa,
- są niedokładnie uregulowane pod względem legislacyjnym.

3. Analiza wartości wybranych spółek giełdowych

W celu zbadania wpływu czynników niematerialnych na wartość przedsiębiorstw posłużono się porównaniem wartości księgowej z wartością kapitalizacji rynkowej spółek giełdowych. Spośród blisko trzystu podmiotów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie analizie poddanych zostało po dziesięć spółek mających największy udział w dwóch indeksach giełdowych: WIG-Informatyka oraz WIG-Spożywczy. Wybór tych indeksów podyktowany był chęcią ukazania kontrastu między firmami tradycyjnymi oraz najbardziej zaawansowanymi technologicznie. Często wyrażane jest przekonanie, że kapitał intelektualny osiąga najwyższą wartość w przedsiębiorstwach konsultingowych, instytucjach finansowych oraz w podmiotach tzw. nowych technologii, jak np. informatyka. Dlatego porównanie spółek tradycyjnych ze spółkami z branży *high-tech* umożliwi postawienie konkluzji o wpływie czynników niematerialnych na ceny rynkowej akcji spółek giełdowych.

Spółki poddane analizie wraz z wybranymi danymi finansowymi na 30 czerwca 2007 r., zamieszczono w tab. 2 i 3.

Tabela 2. Analizowane spółki z indeksu WIG-Informatyka

Spółka	Suma aktywów	Wartość księgowa	Zysk netto	Liczba akcji	Cena akcji	Wartość rynkowa
Assecopol	2 103 550 000	1 598 467 000	64 915 000	46 120 828	85,00	3 920 270 380
Prokom	3 579 150 000	2 469 818 000	321 670 000	13 890 830	150,00	2 083 624 500
Comarch	521 817 000	253 099 000	17 699 000	7 960 596	205,50	1 635 902 478
MCI	131 678 000	91 882 000	33 313 000	39 970 000	37,50	1 498 875 000
Sygnity	978 285 000	373 165 000	-28 832 000	7 974 757	85,00	677 854 345
ATM	160 758 000	79 920 000	-146 000	3 295 642	150,30	495 334 993
Techmex	348 789 000	162 028 000	790 000	8 368 672	40,52	339 098 589
TETA	54 419 000	44 360 000	2 161 000	9 000 000	25,90	233 100 000
ABG	602 227 000	425 040 000	5 468 000	94 589 602	7,60	718 880 975
Igroup	225 880 000	166 870 000	4 842 000	32 756 000	9,08	297 424 480
Suma	8 706 553 000	5 664 649 000	421 880 000			11 900 365 740

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Spośród dwudziestu analizowanych spółek zaledwie trzy (dwie z indeksu WIG-Informatyka oraz jedna z indeksu WIG-Spożywczy) w pierwszym półroczu 2007 r. zanotowały stratę netto. Pozostałe podmioty w pierwszych sześciu miesią-

cach roku były rentowne. Warto również zwrócić uwagę, że wartość księgowa majątku badanych spółek z indeksu WIG-Informatyka jest przeszło dwukrotnie wyższa niż podmiotów z indeksu WIG-Spożywczy, a łączny kapitał własny spółek *high-tech* przewyższał skumulowany kapitał własny firm spożywczych o blisko 200%.

Tabela 3. Analizowane spółki z indeksu WIG-Spożywczy

Spółka	Suma aktywów	Wartość księgowa	Zysk netto	Liczba akcji	Cena akcji	Wartość rynkowa
Duda	820 029 000	443 266 000	28 250 000	96 400 000	13,15	1 267 660 000
Mispol	130 140 000	90 805 000	8 055 000	14 539 000	25,20	366 382 800
Jutrzenka	441 489 000	242 686 000	79 996 000	2 612 678	229,50	599 609 601
Elstaroil	377 945 000	150 868 000	-489 000	48 212 000	13,70	660 504 400
Wawel	182 388 000	143 604 000	8 937 000	1 499 755	384,00	575 905 920
Hoop	559 142 000	166 218 000	23 457 000	13 088 576	41,50	543 175 904
Pamapol	383 175 000	132 800 000	15 946 000	23 166 700	31,47	729 056 049
Graal	341 834 000	183 160 000	2 350 000	8 056 440	45,98	370 435 111
Indykpol	334 931 000	161 842 000	9 716 000	3 124 500	149,50	467 112 750
Ambra	552 997 000	216 050 000	20 096 000	25 206 644	16,69	420 698 888
Suma	4 124 070 000	1 931 299 000	196 314 000			6 000 541 424

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Wartości wskaźnika cena/wartość księgowa (P/BV) obrazującej relację między wartością rynkową a wartością księgową badanych przedsiębiorstw oraz wartości wskaźnika cena/zysk (P/E) zostały zaprezentowane w tab. 4 i 5.

Tabela 4. Wskaźniki wartości rynkowej analizowanych spółek z indeksu WIG-Informatyka

Spółka	Wartość księgowa na jedną akcję (BPVS)	Zysk netto na jedną akcję (EPS)	Wskaźnik cena/wartość księgowa (P/BV)	Wskaźnik cena/zysk (P/E)
Assecopol	34,66	2,81	2,45	30,20
Prokom	177,80	46,31	0,84	3,24
Comarch	31,79	4,45	6,46	46,21
MCI	2,30	1,67	16,31	22,50
Sygnity	46,79		1,82	
ATM	24,25		6,20	
Techmex	19,36	0,19	2,09	214,62
TETA	4,93	0,48	5,25	53,93
ABG	4,49	0,12	1,69	65,74
Igroup	5,09	0,30	1,78	30,71
Średnia			4,49	58,39

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Tabela 5. Wskaźniki wartości rynkowej analizowanych spółek z indeksu WIG-Spożywczy

Spółka	Wartość księgowa na jedną akcję (BPVS)	Zysk netto na jedną akcję (EPS)	Wskaźnik cena/wartość księgowa (P/BV)	Wskaźnik cena/zysk (P/E)
Duda	4,60	0,59	2,86	22,44
Mispol	6,25	1,11	4,03	22,74
Jutrenka	92,89	61,24	2,47	3,75
Elstaroil	3,13		4,38	
Wawel	95,75	11,92	4,01	32,22
Hoop	12,70	3,58	3,27	11,58
Pamapol	5,73	1,38	5,49	22,86
Graal	22,73	0,58	2,02	78,82
Indykpol	51,80	6,22	2,89	24,04
Ambra	8,57	1,59	1,95	10,47
Średnia			3,34	25,43

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Przeprowadzona analiza wykazała, że wartość rynkowa badanych spółek na koniec czerwca 2007 r. znacznie przewyższała ich wartość księgową. Tylko

Tabela 6. Wskaźnik wartość firmy/wartość rynkowa (G/MV) analizowanych spółek z indeksu WIG-Informatyka

Spółka	Wartość firmy/wartość rynkowa (G/MV)
Assecopol	59%
Prokom	0%*
Comarch	85%
MCI	94%
Sygnity	45%
ATM	84%
Techmex	52%
TETA	81%
ABG	41%
Igroup	44%
Średnia	58%

* Dla Prokom SA wskaźnik G/MV osiągnął wartość poniżej zera ze względu na to, że wartość rynkowa spółki była niższa od jej wartości księgowej. Wartość zero w tabeli oznacza, że czynniki niematerialne nie miały wpływu na wartość kapitalizacji rynkowej spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Tabela 7. Wskaźniki wartości rynkowej analizowanych spółek z indeksu WIG-Spożywczy

Spółka	Wartość firmy/wartość rynkowa (G/MV)
Duda	65%
Mispol	75%
Jutrzenka	60%
Elstaroil	77%
Wawel	75%
Hoop	69%
Pamapol	82%
Graal	51%
Indykpol	65%
Ambra	49%
Średnia	67%

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

w przypadku jednej spółki – Prokom, wartość rynkowa była niższa niż wartość kapitału własnego tego przedsiębiorstwa. Oznacza to, że wpływ czynników niematerialnych na ceny rynkowe akcji również w przypadku polskich spółek giełdowych jest zauważalny. Warto również zwrócić uwagę na to, że wartość rynkowa spółek z indeksu WIG-Informatyka była średnio 4,5-krotnie wyższa od ich wartości księgowej, a dla spółek z indeksu WIG-Spożywczy 3,3-krotnie. Na tej podstawie można wyrazić przekonanie, że na wartość rynkową spółek zaawansowanych technologii czynniki niematerialne mają większy wpływ niż na spółki zajmujące się działalnością „tradycyjną”.

Opierając się na założeniu, że rozbieżność pomiędzy wartością kapitalizacji rynkowej a wartością księgową jest przypisywana wartości firmy (*goodwill*) [Marcinkowska, 2000, s. 17], można oszacować, w jakim stopniu wartość rynkowa zależy od wartości firmy. Wyniki analizy zostały zaprezentowane w tab. 6 i 7.

Wyniki szacunków wskazują, że wartość rynkowa badanych spółek w ponad połowie jest zdeterminowana wartością firmy. Warto zwrócić uwagę, że w przypadku niektórych spółek wartość *goodwill* decyduje o ponad 80% wartości rynkowej. Natomiast poza spółką Prokom, gdzie wartość rynkowa jest niższa od wartości księgowej, w żadnym z analizowanych przedsiębiorstw wskaźnik G/MV nie osiągnął wartości poniżej 40%. Świadczy to o niemałym wpływie czynników niematerialnych na ceny akcji oraz o przywiązywaniu uwagi inwestorów nie tylko do bieżących wyników finansowych, ale również (albo przede wszystkim) do perspektyw rozwoju spółek giełdowych.

4. Podsumowanie

Analiza wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie wykazała, że istnieją wyraźne rozbieżności pomiędzy ich wartością księgową i rynkową. Przeciętna wartość wskaźnika cena/wartość księgową (P/BV) wyniosła 3,91, co oznacza, że wartość rynkowa tych spółek była średnio blisko 4-krotnie wyższa od ich wartości księgowej. Potwierdza to tezę o niemalym wpływie czynników niematerialnych na wartość jednostki gospodarczej. Otrzymane wartości wskaźnika wartość firmy/wartość rynkowa sugerują, że większa część wartości rynkowej tworzona jest nie ze składników ujętych w bilansie, ale dzięki takim czynnikom, jak [Mikula, Pietruszka-Ortyl, Potocki, 2002, s. 39]:

- kompetencje pracowników (wykształcenie, doświadczenie, umiejętności itp.),
- wewnętrzna struktura organizacyjna (patenty, licencje, *know-how*, znaki towarowe, zarządzanie, kultura, technologia itp.),
- zewnętrzna struktura organizacyjna (*image*, znak firmowy, stosunki z kontrahentami itp.).

Wyniki analizy utwierdzają również w przekonaniu, że wysoki wpływ czynników niematerialnych nie jest zjawiskiem, które można zaobserwować jedynie w rozwiniętych rodzajach gospodarki rynkowej. Polska giełda, która funkcjonuje nieprzerwanie zaledwie od 16 lat, okazała się rynkiem, na którym inwestorzy dostrzegają nie tylko bieżące zyski, ale niemalą wagę przywiązują do perspektyw rozwoju oraz wizerunku spółek publicznych.

Literatura

- Bratnicki M., Strużyńska J. (red.), *Przedsiębiorczość i kapitał intelektualny*, AE, Katowice 2001.
- Edvinsson L., *Developing Intellectual Capital at Skandia*, „Long Range Planning” 1997 no. 3.
- Herman A., Szablewski A. (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999.
- Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
- Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Mikula B., Pietruszka-Ortyl A., Potocki A., *Zarządzanie przedsiębiorstwem XXI wieku*, Difin, Warszawa 2002.
- Panfil M., Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki*, Poltext, Warszawa 2006.

INFLUENCE OF THE INTANGIBLE FACTORS ON THE MARKET VALUE OF COMPANIES

Summary

The main goal of almost every company is increasing its market value. However, some companies, especially small, provide politics of maximizing profit in a short term. Managers of large corpo-

rations attach more importance to the factors which determin market value of an enterprise. These factors could be divided into two separate groups: tangible and intangible. Examples of the largest companies in the world show that intangible factors are more important in creating value process than tangible ones. Empirical study enclosed in this article, based on the Polish joint-stock companies, also confirms facts observed in well developed countries.

Based on the results of this empirical study, it can be said that market value of the Polish public companies is also determined in a high level by the intangible factors like a human capital and special structure of an organization.